

# 新株予約権の差別的行使条件と不公正発行 に関する一考察

—— ブルドックスソース対スティール・パートナーズ事件を題材に ——

江 村 義 行\*

---

## 要 約

本稿は、ブルドックスソース事件の最高裁決定を題材にして各論的分析を行うものである。

第一に、新株予約権の差別的行使条件と株主平等原則との関係では以下の結論に達した。新株予約権無償割当ては株主資格を有する全ての者に対して行われるものであり、割り当てられる新株予約権に付けられた差別的行使条件は、株主資格と無関係ではないため、株主平等原則の適用対象となる。しかし、株主平等原則は、衡平の理念に基づくものであり、合理的理由が存在する場合においては例外的取り扱いを禁止するものではない。特に、濫用的買収者から企業価値ひいては株主共同の利益を保護するために差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを行うのであれば、合理的理由であり、株主平等原則の適用のない例外的場合に該当するものと考えられる。但し、防衛策によって対抗を受ける買収者株主に経済的損失を与えないことを条件とするものである。

第二に、差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てと不公正発行の関係では以下の結論に達した。まず、株主総会の決議に基づいて差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを行う場合には、株主の授権が防衛策の根拠となるため、主要目的理論を適用する必要はない。次に、濫用的買収者の認定の必要性についてである。最高裁決定は、裁判所は濫用的買収者の認定を行わないという立場を採用している。しかし、裁判所がその認定を行わないとしても、株主総会がその認定を行うため、結局、防衛策として差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを導入及び行使するには株主総会で濫用的買収者の認定を行う必要がある。そして、濫用的買収者の範囲には、会社に回復し難い損害を与える買収者という狭義の意味に留まらず、広義の意味で買収後の経営計画の情報を開示しない者も含める必要がある。

故に、差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを用いた防衛策は、濫用的買収者に対抗するために株主総会の決議に基づいて導入したのであれば、株主平等原則に違反せず、不公正発行にも該当しないと考えられる。

**キーワード：**新株予約権、株主平等原則、差別的行使条件

---

## 目 次

- 一 序 論
- 二 判例理論及び検討
  - (一) 事案及び決定概要
    - 1 事 案
    - 2 決定概要
      - (1) 東京地裁決定
      - (2) 東京高裁決定
      - (3) 最高裁決定
  - (二) 新株予約権無償割当ての差別的行使条件と株主平等原則違反
    - 1 最高裁決定（平成 19 年 8 月 7 日）
      - (1) 株主平等原則の趣旨が新株予約権無償割当てに及ぶか否か
      - (2) 株主平等原則と企業価値ひいては株主共同の利益の毀損
      - (3) 新株予約権無償割当てが衡平の理念に反し、相当性を欠くか否か
    - 2 検 討
      - (1) 株主平等原則が新株予約権無償割当ての差別的行使条件に及ぶか否か
      - (2) 差別的行使条件が株主平等原則の例外に該当するか否か
      - (3) 差別的行使条件の内容の相当性 ― 経済的損失について ―
  - (三) 新株予約権無償割当ての差別的行使条件と不公正発行
    - 1 最高裁決定（平成 19 年 8 月 7 日）
    - 2 検 討
      - (1) 本件への主要目的理論の適用の有無
      - (2) 濫用的買収者について
        - ① 買収者の属性 ― 買収者が濫用的買収者である必要があるか否か ―
        - ② 濫用的買収者の範囲
      - (3) 必要性及び相当性の判断主体

## 三 結 語

## 一 序 論

平成 19 年の 6 月から 8 月にかけてブルドックソース対スティーラ・パートナーズ（以下、スティーラ）事件（以下、ブルドックソース事件）に関する裁判所の判断（東京地裁民事第八部決定（6 月 28 日）<sup>(1)</sup>，東京高裁第一五民事部決定（7 月 9 日）<sup>(2)</sup>，最高裁第二小法廷決定（8 月 7 日）<sup>(3)</sup>）が示された。

この最高裁決定は、先例的価値を有し、実務に影響を及ぼすものと考えられる。そこで、本稿では、ブルドックソース事件に関する各裁判所決定、特に最高裁決定において争われた事項を中心に各論的分析を行うこととする。

## 二 判例理論及び検討

## (一) 事案及び決定概要

## 1 事 案

ブルドックソース事件の事案の概要は以下の通りである<sup>(4)</sup>。平成 19 年 5 月 18 日に外資系投資ファンドのスティーラが証券取引法に基づきブルドックソースの全株式の公開買付けを公告した。平成 19 年 6 月 6 日にブルドックソースの取締役会は、この公開買付けを敵対的企業買収と見做して、防衛策として新株予約権の無償割当てを計画し、平成 19 年 6 月 24 日の定時株主総会の特別決議事項とした。その結果、ブルドックソースの定時株主総会は、特別決議（総議決権の約 83.4% の賛成）によって当該防衛策を承認した。この新株予約権無償割当てには差別的な行使条件及び取得条項

(以下、差別的行使条件)が付されていた。即ち、買収者であるスティールは割り当てられた新株予約権を行使して株式を取得できず、また、ブルドックスが取得条項を行使した場合は、他の株主が対価として株式を取得するのに対し、スティールは新株予約権無償割当てに伴う持株比率の希釈化に見合うだけの金銭の交付を受けるという差別的な内容であった。これに対してスティールは、ブルドックスによる新株予約権無償割当てが、①新株予約権の内容が株主平等原則(109条1項)に反し、法令に違反すること、②スティールの持株比率を大幅に希釈化させることのみを目的とするもので、著しく不正な方法によるものであること、③新株予約権無償割当ての総会決議は、無効または取り消されるべきものであり、定款に違反することを理由として、247条の類推適用により、新株予約権無償割当ての差し止めを求めた。本件は、東京地裁、東京高裁、最高裁で争われた。

## 2 決定概要

### (1) 東京地裁決定

平成19年6月28日に東京地方裁判所は、本件新株予約権無償割当てについて、①買収者に適正な対価が交付され、株主としての経済的利益が平等に確保されているときは、平等原則に違反しないこと、②株主総会の判断が合理性を欠くものではなく、多数決の権限濫用にあたらないため、著しく不正な方法によるものと認めることはできないこと、③総会決議は無効または取り消されるべきものではなく定款に違反しないことを認定し、スティールの申立てを却下した<sup>(5)</sup>。これを受けてスティールは高裁に抗告した。

### (2) 東京高裁決定

平成19年7月9日に東京高等裁判所は、本件新株予約権無償割当てについて、①買収者に過度ないし不合理な財産的損害を与えないように配慮されているときは、平等原則に違反しないこと、②濫用的買収者に対抗する場合には必要性及び相当性が認められるため、著しく不正な方法によるものとはいえないこと、③地裁決定を引用して総会決議は定款に違反しないことを認定し、スティール

ルの抗告を棄却した<sup>(6)</sup>。これを受けてスティールは最高裁に抗告した。

### (3) 最高裁決定

平成19年8月7日に最高裁判所は、本件新株予約権無償割当てについて、株主総会で議決権総数の約83.4%の賛成を得て可決されたことを踏まえて、①買収者に新株予約権の価値に見合うだけの金員が交付されるときは、平等原則に違反しないこと、②平等原則に違反せず、企業価値ひいては株主共同の利益の毀損を防ぐためであり、取締役の保身目的でないならば、著しく不正な方法によるものとはいえないことを認定し、スティールの公告を棄却した<sup>(7)</sup>。

以下では、新株予約権無償割当ての差別的行使条件と株主平等原則、差別的行使条件と不正発行について判例理論の各論的分析を行う。

## (二) 新株予約権無償割当ての差別的行使条件と株主平等原則違反

ブルドックス事件において防衛策として導入された新株予約権無償割当てには、非適格者(買収者であるスティール)に関して差別的行使条件が付されている。即ち、非適格者は、無償で割り当てられた新株予約権を行使して株式の交付を受けることができず、株式の代わりに新株予約権無償割当ての価値に見合う金銭の交付を受けるという内容の差別的な条件である<sup>(8)</sup>。この差別的行使条件を付した新株予約権無償割当てが株主平等の原則(109条1項)に違反するか否かが問題となる。

### 1 最高裁決定(平成19年8月7日)

本件新株予約権無償割当ての差別的行使条件が株主平等の原則に反するか否かについて、最高裁決定は以下のように述べる<sup>(9)</sup>。

#### (1) 株主平等原則の趣旨が新株予約権無償割当てに及ぶか否か

最高裁は、まず、株主平等の原則を確認し「法一〇九条一項は、株式会社(以下、「会社」という。)は株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱わなければならないとして、株

主平等の原則を定めている」とする。続けて以下のように述べる。

「新株予約権無償割当てが新株予約権者の差別的な取扱いを内容とするものであっても、これは株式の内容等に直接関係するものではないから、直ちに株主平等の原則に反するということはできない」として、新株予約権の差別的行使条件が株主平等原則の対象である株式の内容及び数に関する事項ではないことを認める。その一方で、「しかし、株主は、株主としての資格に基づいて新株予約権の割当てを受けるところ、法二七八条二項は、株主に割り当てる新株予約権の内容及び数又はその算定方法に応じて新株予約権を割り当てることを内容とするものでなければならないと規定するなど、株主に割り当てる新株予約権の内容が同一であることを前提としているものと解されるのであって、法一〇九条一項に定める株主平等の原則の趣旨は、新株予約権無償割当ての場合についても及ぶというべきである」として、株主平等の原則の趣旨が新株予約権無償割当てに及ぶことを肯定する。

本件の事実認定については、「そして、本件新株予約権無償割当ては、割り当てられる新株予約権の内容につき、抗告人関係者（スティール。筆者）とそれ以外の株主との間で前記のような差別的な行使条件及び取得条項が定められているため、抗告人関係者以外の株主の新株予約権を全部取得し、その対価として株式が交付された場合には、抗告人関係者は、その持株比率が大幅に低下するという不利益を受けることとなる」とする。

## (2) 株主平等原則と企業価値ひいては株主共同の利益の毀損

「株主平等の原則は、個々の株主の利益を保護するため、会社に対し、株主をその有する株式の内容及び数に応じて平等に取り扱うことを義務付けるものであるが、個々の株主の利益は、一般的には、会社の存立、発展なしには考えられないものであるから、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の存立、発展が阻害されるおそれが生ずるなど、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されること

になるような場合には、その防止のために当該株主を差別的に取り扱ったとしても、当該取扱いが衡平の理念に反し、相当性を欠くものでない限り、これを直ちに同原則の趣旨に反するものということとはできない」とする。即ち、企業価値ひいては株主共同の利益の毀損を防止する場合には、株主の差別的取扱いも、平等原則の趣旨に反しないと

する。

企業価値の毀損の判断主体及び判断の正当性に関しては、「そして、特定の株主による経営支配権の取得に伴い、会社の企業価値がき損され、会社の利益ひいては株主の共同の利益が害されることになるか否かについては、最終的には、会社の利益の帰属主体である株主自身により判断されるべきものであるところ、株主総会の手続が適正を欠くものであったとか、判断の前提とされた事実が実際には存在しなかったり、虚偽であったなど、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵が存在しない限り、当該判断が尊重されるべきである」とする。企業価値ひいては株主共同の利益の毀損の判断主体は、会社の利益の帰属主体である株主によって構成される株主総会とする。株主総会の判断の正当性に関しては、①手続の不適正、②前提事実の不存在及び虚偽、③重大な瑕疵が存在しなければ、裁判所は判断内容に踏み込まず、総会の判断を尊重するとした。この点が、高裁決定と異なるところである。

ブルドックスソースの株主総会の判断については、「本件総会において、本件議案は、議決権総数の約八三・四％の賛成を得て可決されたものであるから、抗告人関係者以外のほとんどの既存株主が、抗告人による経営支配権の取得が相手方の企業価値をき損し、相手方の利益ひいては株主の共同の利益を害することになると判断したものである。そして、本件総会の手続に適正を欠く点があったとはいえず、また、上記判断は、抗告人関係者において、発行済株式のすべてを取得することを目的としているにもかかわらず、相手方の経営を行う予定はないとして経営支配権取得後の経営方針を明示せず、投下資本の回収方針についても明らかにしなかったことなどによるもので



あることがうかがわれるのであるから、当該判断に、その正当性を失わせるような重大な瑕疵は認められない」とする。最高裁は、本件総会の判断はスティールが経営支配権取得後の経営方針を明示しないこと及び投下資本の回収方針についても明らかにしないことを踏まえてなされたものである点から、判断の正当性を失わせるような重大な瑕疵の存在を認めなかった。

(3) 新株予約権無償割当てが衡平の理念に反し、相当性を欠くか否か

「本件新株予約権無償割当てが衡平の理念に反し、相当性を欠くものであるか否か」については、「原告人関係者は、本件新株予約権に本件行使条件及び本件取得条項が付されていることにより、当該予約権を行使することも、取得の対価として株式の交付を受けることもできず、その持株比率が大幅に低下することにはなる。しかし、本件新株予約権無償割当ては、原告人関係者も意見を述べる機会があった本件総会における議論を経て、原告人関係者以外のほとんどの既存株主が、原告人による経営支配権の取得に伴う相手方の企業価値のき損を防ぐために必要な措置として是認したものである。さらに、原告人関係者は、本件取得条項に基づき原告人関係者の有する本件新株予約権の取得が実行されることにより、その対価として金員の交付を受けることができ、また、これが実行されない場合においても、相手方（ブルドックソース。筆者）取締役会の本件支払決議によれば、原告人関係者は、その有する本件新株予約権の譲渡を相手方に申し入れることにより、対価として金員の支払を受けられることになるところ、上記対価は、原告人関係者が自ら決定した本件公開買付けの買付価格に基づき算定されたもので、本件新株予約権の価値に見合うものということができる。これらの事実にかんがみると、原告人関係者が受ける上記の影響を考慮しても、本件新株予約権無償割当てが、衡平の理念に反し、相当性を欠くものとは認められない」とする。「なお、相手方が本件取得条項に基づき原告人関係者の有する本件新株予約権を取得する場合に、相手方は原告人関係者に対して多額の金員を交付することに

なり、それ自体、相手方の企業価値をき損し、株主の共同の利益を害するおそれのあるものということもできないわけではないが、上記のとおり、原告人関係者以外のほとんどの既存株主は、原告人による経営支配権の取得に伴う相手方の企業価値のき損を防ぐためには、上記金員の交付もやむを得ないと判断したものと見え、この判断も尊重されるべきである」とする。最高裁は、株主総会の特別決議に従った出捐による企業価値の毀損についても、株主総会の判断を尊重する。株主が特別決議で会社の財産的出捐について承認をするということは、会社の最終的損益の帰属主体である株主が当該承認に伴い会社の企業価値ひいては株主共同の利益を毀損すること及びその不利益を自ら甘受することを許容するということである。謂わば、特別決議による株主の自治の尊重である。

結論として、「したがって、原告人関係者が原告のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず、これまで説示した理由により、本件新株予約権無償割当ては、株主平等の原則の趣旨に反するものではなく、法令等に違反しないといふべきである」とする。これは、株主総会によって企業価値及び株主共同の利益を毀損すると認定された買収者株主に対抗するための防衛策が、買収者に経済的損害を与えないような仕組みであるならば（会社が買収者に新株予約権無償割当ての価値に見合う出捐を行うならば）、株主平等の原則の趣旨である衡平の理念に反しないとするものである。

なお、最高裁決定が「濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず」新株予約権無償割当てが株主平等の原則に違反しないとする点<sup>(10)</sup>については、検討の余地がある。確かに、新株予約権無償割当てが衡平の理念に反しないとの結論を導くためには、経済的損害について買収者にのみ損害を与えずに他の株主と同等の状態に留めることが重要であり、このときに買収者が濫用的であるか否かは問題にはならないといえることができる。しかし、本件は、防衛策としての新株予約権無償割当てが衡平の理念に反するか否かという点に留まらず、不正発行に該当するか否かという点の

判断を行うものである。そのため、衡平の理念を判断するために必要な事項に留まらず、総合的に不公正発行を判断するために必要な事項の存在も考慮しなければならない。

## 2 検 討

### (1) 株主平等原則が新株予約権無償割当ての差別的行使条件に及ぶか否か

果たして、株主平等原則は、新株予約権無償割当ての場合において新株予約権に付けた差別的行使条件に及ぶのであろうか。この点については様々な見解がある。

ニッポン放送事件<sup>(11)</sup>の頃に示された「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(以下、「指針」)<sup>(12)</sup>及び企業価値研究会の「企業価値報告書」(以下、「報告書」)<sup>(13)</sup>は、新株予約権無償割当ての差別的行使条件について、株主平等原則の適用がないとする。この見解によると、新株予約権に差別的行使条件を付けたとしても平等原則違反の問題にはならないことになる。

他方、学説の中には、指針及び報告書の立場に反対する見解も存在しており、新株予約権の行使条件に対する株主平等原則の適用を肯定し、差別的行使条件であれば株主平等原則に違反すると説明する見解もある<sup>(14)</sup>。

そして、ブルドックスソース事件の鑑定意見の中では、本件新株予約権無償割当ての差別的行使条件が株主平等原則に違反するとする見解<sup>(15)</sup>と違反しないとする見解<sup>(16)</sup>がそれぞれ主張された。

こうした状況の下で、ブルドックスソース事件の東京地裁決定(平成19年6月28日)、東京高裁決定(平成19年7月9日)、最高裁決定(平成19年8月7日)は、新株予約権に付けられた差別的行使条件に株主平等原則の適用があることを認めた上で、本件の差別的行使条件は株主平等原則に違反しないと結論付けている。

思うに、株主平等原則は会社が株主に対して一定の取り扱いを行う際に衡平の観点から平等に取り扱うことを定めた原則である。他方、新株予約権無償割当ての差別的行使条件は、株主の資格に

基づいて割り当てられるものであり、会社が株主の資格に応じて差異のある取り扱いを行うという点は否定できない。そのため、新株予約権無償割当ての差別的行使条件は、株式の内容に関するものではないが、株主の資格に基づいた会社による株主の取り扱いである点から、会社による株主の取り扱いを対象とした株主平等原則の射程内にあるものと言わざるを得ない。

### (2) 差別的行使条件が株主平等原則の例外に該当するか否か

もっとも、差別的行使条件が株主平等原則の射程内にあるとしても、その例外の存在を否定するものではない。

そもそも、会社法は株主平等原則の例外を否定するものではない。他の制度に関して、例えば、会社法上、株主総会の特別決議に基づく有利発行の制度が認められており、さらに、吸収合併及び株式交換の対価として金銭の交付による株主資格の喪失も定められている。また、解釈上も株主優待制度の存在が認められている。即ち、会社法上、会社は、必ずしも全株主を形式的に平等に扱う必要はなく、合理的な理由に基づく多数派株主の同意の下で一部の株主について異なる取り扱いをすることも禁止されていない。謂わば、株主平等原則には例外が存在する。

差別的行使条件に関しては、仮にそれが株主平等原則の射程内にあるとしても、例外的に一部の株主について差異のある取り扱いをすることが許容される可能性もある。果たして、本件の新株予約権無償割当ての差別的行使条件は、株主平等原則の例外に該当するものなのであろうか。

思うに、株主平等原則が衡平の理念に基づく原則であるならば、それによって保護されるべき株主は衡平の観点から保護に値する者でなければならない。仮に、株主が濫用的買収者であるとする、濫用的買収者は企業価値や他の株主の利益を犠牲にして自らの利益追求を濫用的に行う者である。会社法は、衡平の理念の下で濫用的買収者の利益保護と会社及び他の株主の利益保護を比較衡量し、後者の犠牲の下にそれでもなお株主を平等に扱うことを要求するものではない。そのような

濫用的買収者の利益追求から企業価値ひいては株主共同の利益を保護するために差別的行使条件の付いた新株予約権を発行するのであれば、それは不合理なものではない。そもそも会社の目的は会社の利益及び株主共同の利益を獲得するという利益追求であり、株主平等原則とは、会社が利益獲得後に利益及び不利益の分配を衡平の観点から原則として平等に行うべきことを定めたものに過ぎず、濫用的買収者が会社及び株主共同の利益の追求を害する場合においてまで平等な取り扱いを要求するような不合理な原則ではないと解される。従って、濫用的買収者から企業価値ひいては株主共同の利益を保護する目的で導入された新株予約権の差別的行使条件は、株主平等原則の例外として許容されるものと考えられる。

### (3) 差別的行使条件の内容の相当性

#### — 経済的損失について —

次に問題となるのは差別的行使条件の内容である。仮に合理的理由に基づく差別的行使条件が株主平等原則の例外として許容される可能性があるとしても、その内容が買収者が甘受すべきでない程に不当かつ不平等なものであれば、例外として許容することはできないためである。

本件の差別的行使条件は、持株比率を低下させるものの、経済的損失を発生させない配慮がなされている。東京地裁、東京高裁、最高裁の各決定は、何れも持株比率を低下させたとしても経済的利益を低下させないものであれば株主平等原則に違反しないと結論付ける<sup>(17)</sup>。もちろん、本件の鑑定書の中には、その結論に反対するものも存在する<sup>(18)</sup>。

果たして、会社法は、持株比率の低下と経済的利益の低下についてどのような立場なのであろうか。

確かに、会社法は、条文上株主総会の特別決議に基づく有利発行を認めており、東京高裁決定が指摘するように<sup>(19)</sup>持株比率だけでなく経済的利益についても差別的取り扱いを否定してはいない。

もっとも、経済的利益について差別的取り扱いを行う有利発行の場合は経済的に不利益を受ける株主が株主総会の特別決議による承認をするもの

であるが、敵対的企業買収防衛策として行う新株予約権の差別的行使条件の場合は買収者である株主が承認をするものではない。有利発行の決議と防衛策の決議に関しては、不利益を被る株主の承認という点において差異がある。むしろ、有利発行の制度が存在することからすると、会社法は、株主に経済的損失を与える場合には損失を被る株主の承諾の下に行うことを要求しているものということもできる。そのため、敵対的企業買収防衛策に関して株主総会の特別決議を行ったとしても、買収者に経済的な損失を与えることについては、直ちに許容されているということとはできない。また、会社法上、吸収合併や株式交換の対価として金銭を交付して株主資格を喪失させることが認められており、会社の経済的出捐による（単なる株主の不平等な取り扱いに留まらない）株主資格の喪失も認められている。謂わば、会社法は、持株比率の低下や株主資格の喪失に関しては変動を許容するものの、株主の経済的損失に関しては慎重な姿勢を有しているということができる。

思うに、新株予約権を用いた敵対的企業買収防衛策は、濫用的買収者から企業価値ひいては株主共同の利益を保護する場合においては、その目的を達成することのできる必要最低限度のものに留めるべきである。即ち、防衛策によって買収者株主の持株比率を低下させることはその必要性から許容できるとしても、買収者株主に経済的損失を与えることについては会社法上の合理的根拠を見出すことはできない。故に、防衛策としての差別的行使条件の内容は、買収者に経済的損失を与えないように会社が出捐をする必要があると考えられる。そのような配慮がなされていれば、新株予約権の差別的行使条件を付けた防衛策は相当性を欠くものではないといえる。その意味で、最高裁決定が株主平等原則違反の判定に企業価値の毀損防止の必要性及び内容の相当性を要求している点は評価することができる。

### (三) 新株予約権無償割当ての差別的行使条件と不正発行

上述の検討から、濫用的買収者に対抗するため

に株主総会決議に基づいて導入された新株予約権の差別的行使条件は、株主平等原則に抵触せず、例外的に許容されるとの結論に至った。その上で問題となるのが、当該差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てが著しく不正な方法による発行（＝不正発行）に該当するか否かの点である。

### 1 最高裁決定（平成 19 年 8 月 7 日）

最高裁決定は、本件新株予約権無償割当てが著しく不正な方法によるものとの主張について以下のように述べる<sup>(20)</sup>。

「本件新株予約権無償割当てが、株主平等の原則から見て著しく不正な方法によるものといえないことは、これまで説示したことから明らかである。また、相手方が、経営支配権を取得しようとする行為に対し、本件のような対応策を採用することをあらかじめ定めていなかった点や当該対応策を採用した目的の点から見て、これを著しく不正な方法によるものといえることはできない。その理由は次のとおりである」とする。

それによると、「すなわち、本件新株予約権無償割当ては、本件公開買付けに対応するために、相手方の定款を変更して急ぎ行われたもので、経営支配権を取得しようとする行為に対する対応策の内容等が事前に定められ、それが示されていたわけではない。確かに、会社の経営支配権の取得を目的とする買収が行われる場合に備えて、対応策を講ずるか否か、講ずるとしてどのような対応策を採用するかについては、そのような事態が生ずるより前の段階で、あらかじめ定めておくことが、株主、投資家、買収をしようとする者等の関係者の予見可能性を高めることになり、現にそのような定めをする事例が増加していることがうかがわれる。しかし、事前の定めがされていないからといって、そのことだけで、経営支配権の取得を目的とする買収が開始された時点において対応策を講ずることが許容されないものではない。本件新株予約権無償割当ては、突然本件公開買付けが実行され、原告人による相手方の経営支配権の取得の可能性が現に生じたため、株主総会において相手方の企業価値のき損を防ぎ、相手方の利

益ひいては株主の共同の利益の侵害を防ぐためには多額の支出をしてもこれを採用する必要があると判断されて行われたものであり、緊急の事態に対処するための措置であること、前記のとおり、原告人関係者に割り当てられた本件新株予約権に対してはその価値に見合う対価が支払われることも考慮すれば、対応策が事前に定められ、それが示されていなかったからといって、本件新株予約権無償割当てを著しく不正な方法によるものといえることはできない」とする。即ち、最高裁は、新株予約権を用いる有事導入型防衛策について、買収者の予見可能性よりも企業価値の毀損防止及び株主共同の利益の侵害防止を優先しており、企業価値及び株主共同の利益の毀損を防止する必要がある場合において防衛策として新株予約権を発行したときには、買収者株主に経済的損害を与えない仕組みがあるならば、著しく不正な方法には該当しないとする。

もちろん、取締役が権限を濫用する場合には、上記の理論を適用しない旨を確認している。「また、株主に割り当てられる新株予約権の内容に差別のある新株予約権無償割当てが、会社の企業価値ひいては株主の共同の利益を維持するためではなく、専ら経営を担当している取締役等又はこれを支持する特定の株主の経営支配権を維持するためのものである場合には、その新株予約権無償割当ては原則として著しく不正な方法によるものと解すべきである」とする一方で、しかし、「本件新株予約権無償割当てが、そのような場合に該当しないことも、これまで説示したところにより明らかである」とする。即ち、新株予約権の発行が取締役の保身及びこれを支持する株主の持株比率の維持のために行われるときは、権限の濫用であり、原則として不正発行に該当することを確認している。他方、本件は、取締役の保身目的ではないことから、例外的に不正発行に該当しないとする。

最高裁決定は、「したがって、本件新株予約権無償割当てを、株主平等の原則の趣旨に反して法令等に違反するものといえることはできず、また、著しく不正な方法によるものといえることもでき



ない」と結論付ける。謂わば、株主総会の特別決議に基づいた取締役の保身目的ではない新株予約権無償割当ては、株主平等原則に違反せず、そのことを理由として不正発行にも該当しないとする理論である。

## 2 検討

最高裁決定の理論は、①買収者の株式取得によって企業価値の毀損及び株主共同の利益の侵害が生じる可能性がある場合において、②株主が特別決議によって当該毀損の可能性を認定しかつ新株予約権を用いた防衛策の導入を承認し、③その認定の判断は、不適正な手続及び重大な瑕疵が存在しなければ、正当性を失わず、④その判断に基づく新株予約権を用いた防衛策が、買収者の持株比率を低下させるものの、会社が買収者に新株予約権無償割当ての価値に見合う出捐をすることで買収者に経済的損害を与えないならば、株主平等原則の趣旨である衡平の理念に反するものではなく、⑤このような有事導入型防衛策を発動して新株予約権を発行することは、取締役の保身目的でないならば、著しく不正な方法に該当しないとする理論である<sup>(21)</sup>。

この理論は、株主総会の特別決議に基づく差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てが株主平等原則に違反しないならば直ちに不正発行に該当しないとするものであり、差別的行使条件を付けた防衛策に主要目的理論<sup>(22)</sup>を適用するか否か及び買収者が濫用的買収者であるか否かを問題としない。しかし、主要目的理論及び濫用的買収者に関する検討を正面から行わずに敵対的企業買収防衛策の差別的行使条件が不正発行に該当するか否かを分析することは、些か大胆な理論展開であり、また、理論の射程が不明確となる危険もあるため、慎重に検討する必要がある。故に、以下では主要目的理論の適用の有無及び濫用的買収者に関する検討を行う。

### (1) 本件への主要目的理論の適用の有無

果たして、主要目的理論は、敵対的企業買収防衛策として導入及び行使された差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てに適用されるのであ

うか。

従来の裁判例では、敵対的企業買収の局面における株式及び新株予約権を用いた防衛策に関して主要目的理論を適用してきた<sup>(23)</sup>。仮に敵対的企業買収防衛策として新株予約権を発行する場合において、これに主要目的理論を適用すると論理的帰結として不正発行とならざるを得ない。これは、主要目的理論が株式及び新株予約権の発行が資金調達を主要な目的として行われた場合は公正な発行となり、そうでない場合は著しく不正な発行(＝不正発行)と判断する理論であるため、新株予約権発行の主要な目的が敵対的企業買収からの会社防衛であるならば不正発行と判断されてしまうためである。

しかし、敵対的企業買収の局面における買収者の中には、現行の株式譲渡制度が市場において自由に株式を取得できるということ及び現行の株式会社制度が株主自治に基づく資本多数決主義を採用していることを奇貨として、濫用的に株式を大量取得して議決権によって株式会社を支配した上で、会社の存続を度外視した重要な財産の売却及び売却益の株主への分配を実施させ、その後自己の保有株式を売却して会社から離脱するという者、謂わば、濫用的買収者が存在する。そのため、主要目的理論は、濫用的買収者に対抗するための敵対的企業買収防衛策を判定する理論としては、妥当な結論を導き難いものであった。

そこで、本件の東京地裁決定、東京高裁決定、最高裁決定は、何れも従来の主要目的理論を適用せず、別の理論構成によって不正発行ではないという結論を導いている。その理論構成は若干異なる。

東京地裁決定は、傍論の中で原則として新株予約権を用いた防衛策に主要目的理論の適用があることを確認した上で、株主総会の決議がない場合は主要目的理論の適用があるとしつつ、例外的に株主総会決議がある場合は主要目的理論の適用がないとする<sup>(24)</sup>。

東京高裁決定は、傍論の中で、防衛策に関する株主総会決議の有無によって主要目的理論の適用の可否が影響を受けるか否かについて明確には言

及せず、買収者が濫用的である場合は新株予約権発行の目的に正当性があるとし、不正発行に該当しないとする<sup>(25)</sup>。謂わば、主要目的理論の主要目的を修正及び拡大して理論を再構成した修正主要目的理論<sup>(26)</sup>を採用するものということができる。

最高裁決定は、上述のように、株主総会の特別決議があることを受けて主要目的理論の適用を問題とせず、株主平等原則に違反しないことを以って不正発行ではないとする<sup>(27)</sup>。特に最高裁決定は、①株主総会が買収という緊急事態に対処する必要から特別決議をしたこと、②新株予約権の差別的行使条件により株式を取得できない買収者株主に対して会社が経済的な出捐をすること、③取締役会の権限行使に濫用がないことを前提とする。同決定の新理論が今後実務において意義を有することとなる。謂わば、緊急事態に対処する必要から株主総会決議に基づいて導入された差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを用いた防衛策は、主要目的理論を適用せず、買収者に経済的損失を与えないような相当な内容であり、取締役会の行為に濫用がないならば、平等原則に違反せず、不正発行には該当しないという新理論（必要性相当性理論）である。

なお、学説の中には、ブルドックソース事件に先駆けて、株主総会決議がある場合に主要目的理論を適用しないことを肯定する見解も存在している<sup>(28)</sup>。

思うに、主要目的理論は取締役会による新株予約権の発行権限の濫用を判定する理論であり、濫用的買収者に対抗する必要から株主総会の授權に基づいて防衛策を導入した場合に適用することに適した理論ではない。故に、主要目的理論を適用しないという裁判所決定の方向性は妥当な結論といえることができる。

## (2) 濫用的買収者について

### ① 買収者の属性 — 買収者が濫用的買収者である必要があるか否か —

差別的行使条件のある新株予約権無償割当ての不正発行を検討する場合において、買収者の属性、即ち買収者が濫用的買収者であるか否かは問

題になるのであろうか。

各裁判所決定は、買収者が濫用的買収者であるか否かの問題について異なる理論を採る。

東京高裁決定は、差別的行使条件付きの新株予約権が不正発行に該当しないとの結論を導くためには、買収者がグリーンメイラーのような濫用的買収者であることが必要であるとしている<sup>(29)</sup>。

他方、東京地裁決定は、買収者がグリーンメイラーのような濫用的買収者であることまでを必要としない<sup>(30)</sup>。また、最高裁決定は、上述のように買収者が濫用的買収者であるか否かを問題とさえない。最高裁決定は、「原審（東京高裁決定。筆者）のいう濫用的買収者に当たるといえるか否かにかかわらず」、株主平等原則に違反しないが故に、本件の防衛策が不正発行に該当しないとする<sup>(31)</sup>。「原審のいう濫用的買収者」とは、グリーンメイラーを意味する。そうすると、最高裁決定の意味する所は、買収者がグリーンメイラーに当たるか否かにかかわらずということになる。

果たして、買収者の属性に関して如何に考えるべきであろうか。特に先例的価値のある最高裁決定を対象に分析する。

最高裁決定は、買収者の属性の判定主体を株主総会とした上で、株主総会による企業価値及び株主共同の利益の毀損を防ぐ必要性の判断を尊重しており、防衛策が株主総会の判断に基づく場合には株主平等原則に違反せず不正発行に該当しないとするものである。即ち、買収者の属性に関しては、裁判所が判断するのではなく、会社の株主総会に判断を委ねるという立場である。本件では、株主総会の下で買収者が企業価値及び株主共同の利益を毀損する存在であることが認定されており、株主総会において買収者が濫用的買収者と認定されたといえることができる。この意味で、最高裁決定の下でも、株主総会による防衛策導入の判断は濫用的買収者の存在と無関係ではない。故に、差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを用いた防衛策が不正発行に該当しないという結論を導くためには、買収者の属性が濫用的買収者であることが必要であると考えられる。

## ② 濫用的買収者の範囲

ここで濫用的買収者という抽象的用語の意味を確認することとする。濫用的買収者には狭い意味と広い意味がある。

狭義では、濫用的買収者とは、真に会社経営に参加する意思を持たずに買収行為を行い、会社関係者に株式の買い取りを要求し、または重要財産の売却及び株主への売却益の配当を要求することで、企業価値ひいては株主共同の利益を毀損し会社に回復し難い損害を与える買収者を意味する<sup>(32)</sup>。例えば、グリーンメイラー、焦土化経営及びレバレッジド・バイアウトにより会社の存続を度外視した行為をなす者である。

広義では、濫用的買収者とは、狭義の意味に加えて、買収後の計画を充分に開示しない買収者及び（強圧的二段階買収の危険があるため）買収が進行する中で他の株主の投下資本の回収方法に関する情報を開示しない買収者も含む。例えば、本件の東京地裁決定によると、投下資本回収の情報を開示しない者、買収後の計画開示が不十分な者も濫用的買収者として防衛策で対抗し得る存在と位置付けられている<sup>(33)</sup>。

思うに、買収者は、仮にグリーンメイラーであったとしても自ら告白することは想定し難く、通常はその意図を隠して買収を行うことが予想される。そのため、濫用的買収者の意味を会社に回復し難い損害を与える者という狭義に捉えては、それに該当する買収者の範囲が狭くなり過ぎる恐れがある。事実、本件東京地裁決定でも、スティール・パートナーズに関しては、ブルドックソースの説明がないとされ、グリーンメイラーのような濫用的買収者ではないと認定されている<sup>(34)</sup>。濫用的意図を隠す買収者は、通常、買収後の経営計画及び投下資本の回収方法を充分に説明し得ないと推察される。それ故に、買収者が買収を計画しながら買収後の経営計画及び投下資本の回収方法を充分に説明しない場合、或いは情報を分析する時間的猶予を与えない場合は、会社からすれば濫用的買収者であるとの疑念及び企業価値ひいては株主共同の利益を毀損するとの疑念を抱かざるを得ないため、そのような買収者に関しては、広義の濫用

的買収者の範囲に含まれると解し、敵対的企業買収防衛策の対抗を受ける可能性があると考えられる。

## (3) 必要性及び相当性の判断主体

最後に防衛策の必要性及び相当性の判断主体について言及しておきたい。

本件の各裁判所の決定は、差別的行使条件付きの新株予約権を用いた防衛策に関して、防衛策を導入及び行使する必要があること、防衛策の内容が買収者に経済的損失を与えない相当なものであることを要求する<sup>(35)</sup>。これは、ニッポン放送事件の鑑定意見<sup>(36)</sup>や指針<sup>(37)</sup>の主張に沿うものであり、評価することができる。

特筆すべきことは、最高裁決定は、必要性の認定について株主総会の判断を尊重し、裁判所はこれを認定しないという理論を採用したことである。

確かに、企業価値の毀損に関する判断は、違法判定を主たる任務とする裁判所の判定に馴染むものではなく、むしろ、株主総会の判定に適するものである。仮に、裁判所がその認定を行うとするならば、裁判所が、買収者が濫用的買収者であること及び防衛策を導入しなければ企業価値ひいては株主共同の利益が毀損されるため防衛策が必要であることの認定を行うことになる。その点に関する当事者による裁判での説明は困難であり、かつ、違法性の判定機関である裁判所が企業価値ひいては株主共同の利益の毀損に関する充分な判断をなし得るものなのか疑問もある。それ故に、最高裁決定が防衛策の必要性に関する判断主体を株主総会をしたことは妥当である。

## 三 結 語

本稿は、ブルドックソース事件に関する裁判所決定、特に最高裁決定において争われた事項を中心に各論的分析を行った。上述の検討により以下のことが明らかになった。

第一に、新株予約権の差別的行使条件と株主平等原則との関係では以下の結論に達した。新株予約権無償割当ては株主資格を有する全ての者に対して行われるものであり、割り当てられる新株予

約権に付けられた差別的行使条件は、株主資格と無関係ではないため、株主平等原則の適用対象となる。しかし、株主平等原則は、衡平の理念に基づくものであり、合理的理由が存在する場合において例外的取り扱いを禁止するものではない。特に、濫用的買収者から企業価値ひいては株主共同の利益を保護するために差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを行うのであれば、合理的理由があり、株主平等原則の適用のない例外的場合に該当するものと考えられる。但し、防衛策によって対抗を受ける買収者株主に経済的損失を与えないことを条件とするものである。

第二に、差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てと不正発行の関係では以下の結論に達した。まず、株主総会の決議に基づいて差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを行う場合には、株主の授権が防衛策の根拠となるため、主要目的理論を適用する必要はない。次に、濫用的買収者の認定の必要性についてである。最高裁決定は、裁判所は濫用的買収者の認定を行わないという立場を採用している。しかし、裁判所がその認定を行わないとしても、株主総会がその認定を行うため、結局、防衛策として差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを導入及び行使するには株主総会で濫用的買収者の認定を行う必要がある。そして、濫用的買収者の範囲には、会社に回復し難い損害を与える買収者という狭義の意味に留まらず、広義の意味で買収後の経営計画の情報を開示しない者も含める必要がある。

故に、差別的行使条件付きの新株予約権無償割当てを用いた防衛策は、濫用的買収者に対抗するために株主総会の決議に基づいて導入したのであれば、株主平等原則に違反せず、不正発行にも該当しないと考えられる。

なお、本件の最高裁決定によっても、新株予約権を用いた敵対的企業買収防衛策の一部の問題に方向性が示されただけである。最後にその点を整理する。

新株予約権を発行するには、二種類の方法がある。即ち、①第三者割当て及び②無償割当てである。新株予約権を用いた防衛策に関する株主総会

決議については、三種類の対応がある。即ち、①株主総会の決議がない場合、②買収者出現前（＝平時）に株主総会の決議を行う場合、③買収者出現後（＝有事）に株主総会の決議を行う場合である。その株主総会決議の議決権要件についても、最低でも三種類の方法が考えられる。即ち、①普通決議、②特別決議、③特殊決議である。

今日まで裁判で争われたものは上述の問題の一部に過ぎない。ニッポン放送事件は株主総会決議なしに新株予約権の第三者割当てを行った事案であり、本件ブルドックソース事件は有事に株主総会の特別決議を経て行った差別的行使条件付きの新株予約権無償割当ての事案である。本件最高裁決定の射程は、基本的には有事の特別決議に基づく新株予約権無償割当てであり、その他の場合を直接の対象とはしていない。同決定の理論の趣旨を他の事案に類推し得るのか否かについては、なお検討の必要がある。

#### 《注》

- (1) 東京地裁決定（平成 19 年 6 月 28 日）商事法務 1805 号（2007 年 7 月）43-58 頁、金融・商事判例 1270 号 12-39 頁。『ブルドックソース事件の法的検討——買収防衛に関する裁判経過と意義——』別冊商事法務 311 号（2007 年 11 月）243-259 頁。
- (2) 東京高裁決定（平成 19 年 7 月 9 日）商事法務 1806 号（2007 年 7 月）40-53 頁、金融・商事判例 1271 号 17-32 頁。『ブルドック』・前掲註(1)362-369 頁。
- (3) 最高裁小法廷決定（平成 19 年 8 月 7 日）商事法務 1809 号（2007 年 9 月）16-19 頁、金融・商事判例 1273 号 2-10 頁。『ブルドック』・前掲註(1)438-442 頁。
- (4) 東地・前掲註(1)商事 1805 号 43-48 頁、金商判 1270 号 16-21 頁。『ブルドック』・前掲註(1)244-249, 346-352, 438-440 頁。東高・前掲註(2)商事 1806 号 40-46 頁、金商判 1271 号 20-25 頁。最決・前掲註(3)商事 1809 号 16-17 頁、金商判 1273 号 7-8 頁。
- (5) 東地・前掲註(1)商事 1805 号 43, 48-58 頁、金商判 1270 号 16, 21-39 頁。
- (6) 東高・前掲註(2)商事 1806 号 40, 46-53 頁、金商判 1271 号 20, 25-32 頁。
- (7) 最決・前掲註(3)商事 1809 号 16-19 頁、金商判 1273 号 7-10 頁。
- (8) 東地・前掲註(1)商事 1805 号 46 頁、金商判



- 1270号19頁。『ブルドック』・前掲註(1)247頁。
- (9) 最決・前掲註(3)商事1809号17-18頁, 金融・商事判例1273号819頁。『ブルドック』・前掲註(1)440-441頁。
- (10) 最決・前掲註(3)商事1809号18頁, 金融・商事判例1273号9頁。『ブルドック』・前掲註(1)441頁。
- (11) 抗告審決定(東京高決平成17年3月23日判時1899号56頁・判タ1173号125頁・金判1214号6頁), 原審決定(東京地決平成17年3月11日判タ1173号143頁), 異議審決定(東京地決平成17年3月16日判タ1173号140頁)。
- (12) 経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(平成17年5月27日)『企業価値報告書・買収防衛策に関する指針』別冊商事法務287号(平成17年7月23日)125頁。なお, 要約が<<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/2-shishinn-youyaku-set.pdf>>, 本体が<<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-shishinn-honntai-set.pdf>>, 図表が<<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/4-shishinn-kaisetu-set.pdf>>にある。
- (13) 企業価値研究会「企業価値報告書」(平成17年5月27日)・前掲註(12)『報告書・指針』82頁。なお, 要約が<<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/2-houkokusho-youyaku-set.pdf>>, 本体が<<http://www.meti.go.jp/press/20050527005/3-houkokusho-honntai-set.pdf>>にある。
- (14) 吉本健一「ポイズンビルと株主平等原則」阪大法学55巻3, 4号(2005年11月)723-726頁。
- (15) 『ブルドック』・前掲註(1)〔黒沼悦郎「鑑定意見書」, 「追加鑑定意見書」, 高裁提出の「鑑定意見書」〕182-183, 215, 334-336頁, 同〔川村正幸「鑑定意見書」〕205-207頁, 同〔末永敏和「鑑定意見書」〕219-220頁。
- (16) 『ブルドック』・前掲註(1)〔弥永真生「鑑定意見書」〕186-188頁, 同〔落合誠一「鑑定意見書」〕194-196頁, 同〔森本滋「法律意見書」〕224-225頁。
- (17) 前掲註(4)参照。なお, 鑑定意見にも同様の結論と採るものもある。『ブルドック』・前掲註(1)〔弥永「鑑定意見書」〕186頁, 同〔落合「鑑定意見書」〕194頁, 〔森本「法律意見書」〕224-225頁。
- (18) 東京地方裁判所の申立審に提出されたものとして, 『ブルドック』・前掲註(1)〔黒沼「鑑定意見書」〕182-183頁及び〔黒沼「追加鑑定意見書」〕215頁, 同〔川村「鑑定意見書」〕205-207頁, 同〔末永「鑑定意見書」〕219頁。東京高等裁判所の即時抗告審に提出されたものとして, 同〔末永「追加鑑定意見書」〕325-326頁, 〔黒沼「鑑定意見書」〕334頁。
- (19) 東高・前掲註(2)商事1806号46頁, 金商判1271号26頁, 『ブルドック』・前掲註(1)353頁
- は, 理由として, 「会社法は, 株主総会の特別決議を要件として, 一部株主に対する新株及び新株予約権の有利発行を行うことができるものとしており(同法199条2項, 201条1項, 238条2項, 240条1項), また, 多数の株主の意思をもって少数の株主の有する議決権を現金等の対価を供することにより, 他のものに代えることも制度上許容している(同法768条1項)」ことを挙げる。
- (20) 最決・前掲註(3)商事1809号18-19頁, 金融・商事判例1273号9-10頁。『ブルドック』・前掲註(1)441-442頁。
- (21) 最決・前掲註(3)商事1809号16-19頁, 金商判1273号7-10頁。『ブルドック』・前掲註(1)440-442頁。
- (22) 主要目的理論とは, 平成17年改正前商法280条の10(会社法210条)の株式の不正発行を巡る差止請求の紛争事例に関して裁判例上用いられてきたものであり, 株式発行が資金調達を主要な目的として行われた場合は公正な発行とし, そうでない場合は著しく不正な発行(=不正発行)と判断する理論である。この理論は主要目的のルールとも呼ばれる。例えば, 裁判例として東京地裁決平成元年7月25日判時1317号28頁・判タ704号84頁・金判826号11頁, 東京地決昭和63年12月2日判時1302号146頁, 東京地決平成元年9月5日判時1323号48頁。神田秀樹『会社法』(弘文堂, 第9版, 平成19年)133頁, 江頭憲治郎『株式会社法』(有斐閣, 2006年)682-684頁。なお, 拙稿「新株予約権の不正発行における主要目的理論の適用に関する一考察」法学政治学論究第74号(平成19年9月)66頁参照。
- (23) 前掲註(22)及び前掲註(11)参照。
- (24) 東地・前掲註(1)商事1805号53-58頁, 金商判1270号25-30頁。『ブルドック』・前掲註(1)253-258頁。
- (25) 東高・前掲註(2)商事1806号47-53頁, 金商判1271号27-32頁。『ブルドック』・前掲註(1)354-360頁。
- (26) 同理論に関しては, 拙稿「新株予約権に関する一考察——敵対的企業買収防衛策としての新株予約権の発行に関する理論状況——」慶應義塾大学大学院法学研究科論文集第47号(平成19年3月)17-22頁。拙稿・前掲註(22)「主要」82-83頁。
- (27) 最決・前掲註(3)商事1809号18-19頁, 金融・商事判例1273号9-10頁。『ブルドック』・前掲註(1)441-442頁。
- (28) 拙稿・前掲註(26)「理論」17頁, なお, 拙稿・前掲註(22)「主要」78-81, 87-88頁。
- (29) 東高・前掲註(2)商事1806号47-53頁, 金商判1271号27-32頁。『ブルドック』・前掲註(1)354-360頁。
- (30) 東地・前掲註(1)商事1805号54-55頁, 金商判1270号27頁。『ブルドック』・前掲註(1)254-

- 256 頁。
- (31) 最決・前掲註(3)商事 1809 号 18-19 頁, 金融・商事判例 1273 号 9-10 頁。『ブルドック』・前掲註(1)441-442 頁。
- (32) 東高・前掲註(2)商事 1806 号 47-48 頁, 金商判 1271 号 27 頁。『ブルドック』・前掲註(1)354 頁。東高・前掲註(11)判時 1899 号 62-63 頁(ニッポン放送事件の抗告審決定)。
- (33) 東地・前掲註(1)商事 1805 号 54-55 頁, 金商判 1270 号 27 頁。『ブルドック』・前掲註(1)254-256 頁。
- (34) 東地・前掲註(1)商事 1805 号 55 頁, 金商判 1270 号 27 頁。『ブルドック』・前掲註(1)255-256 頁。なお, 地裁決定は, 買収者がグリーンメイラーでないとしても, 株主総会において買収者の行為が企業価値を毀損する可能性があるという疑念を抱く程度で足りるとの理論構成を行い, 総会決議の合理性を肯定する。
- (35) 東地・前掲註(1)商事 1805 号 53-58 頁, 金商判 1270 号 25-30 頁。『ブルドック』・前掲註(1)253-258 頁。東高・前掲註(2)商事 1806 号 47-53 頁, 金商判 1271 号 27-32 頁。『ブルドック』・前掲註(1)354-360 頁。最決・前掲註(3)商事 1809 号 18-19 頁, 金融・商事判例 1273 号 9-10 頁。『ブルドック』・前掲註(1)441-442 頁。
- (36) 『企業買収をめぐる諸相とニッポン放送事件鑑定意見』別冊商事法務 289 号(平成 17 年 9 月)〔神田秀樹「意見書」〕19 頁。
- (37) 「指針」・前掲註(12)『報告書・指針』123, 125 頁。